

第2回
資金運用基本問題研究会

平成23年6月3日（金）

地方公務員共済組合連合会

午前9時57分 開会

○吉添課長 それでは定刻より少し早いようですけれども、皆様おそろいでございますので、
ただいまから第2回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

今回の研究会につきましては、当初3月の開催を予定しておりましたが、東日本大震災に伴
いまして急遽日程を改めさせていただいたところございまして、急な日程変更で委員の皆様
にご迷惑をおかけいたしました。お詫び申し上げます。

最初に、本日お配りしております資料の確認をさせていただきます。

まず、1枚紙で議事次第がございまして、その後、第1回基本問題研究会の議事録、資料1
-1がありまして、カラーの付属資料1、付属資料2がございまして。その後に資料1-2、資
料2-1、2-2、2-3、資料3、資料4ということになります。資料のご確認はよろしい
でしょうか。

それでは議事に入ります前に、連合会の職員に人事異動がありましたのでご紹介いたします。
笠松資金運用部長でございます。

○笠松部長 本日付で資金運用部長を拝命いたしました笠松です。どうぞよろしくお願
いいたします。

○吉添課長 続きまして、第1回の研究会の議事録の確認をお願いしたいと思います。

本日、皆様には議事録をお配りしておりますが、研究会議事録作成及び公表要領では、議
事録は研究会の確認を得て作成するものとするとしております。本日、ご出席の各委員のご
了承の上、確定となります。

この議事録につきましては、こちらの内容でよろしいでしょうか。

それでは、こちらの議事録についてはこれで確定いたします。どうもありがとうございました。

この議事録につきましては、前回の研究会の開催日から7年後に公表することとしており
ますので、ご了解ください。

では、以下の議事進行につきましては、若杉座長をお願いしたいと思います。若杉座長、
どうぞよろしくお願いたします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。

お忙しい中、ご参集いただきましてありがとうございます。

いろいろ議事がありますので、議事の進行について、ご協力のほどよろしくお願いた
します。

本日の研究会は、基本ポートフォリオに関する議事、株主議決権行使に関する議事、新興国株式投資に関する議事、社会的責任投資に関する議事の4点となっております。

議事1、基本ポートフォリオの検証についてですが、初めに内容について事務局からご説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

○吉添課長 それでは、議事録の次に資料1-1がございませけれども、資料1-1で基本ポートフォリオの検証についてご説明したいと思います。

まず、この基本ポートフォリオの検証につきましては、本来、3月の研究会で議論をお願いいたしまして、今年度、基本ポートフォリオについては継続するというに予定でございましたけれども、事後報告となったことについてお詫びいたします。

まず、「1 基本的な考え方」ですけれども、基本ポートフォリオにつきましては、平成21年度にも暫定的に維持するというにしたところがございます。この理由は、年金制度に関する議論の状況がますます混沌としているということがあったということがございます。その中でGPIFも基本ポートフォリオの継続をしたということもありました。

平成22年度、昨年度になりますけれども、基本ポートフォリオの検証を行いました。23年度も基本ポートフォリオの見直しをしないのか、するのかというところでしたけれども、年金制度に関する議論の状況がますます混沌としているという中で、平成21年度と同様に今後の年金制度の抜本的な見直しの議論とか公的年金の運用についての議論を注視する必要があると、こういう基本的な考え方に立ちました。GPIFも、平成23年度につきましても基本ポートフォリオを見直さなかったというところであります。

こうした中で、基本運用方針の要件に照らして問題ないか確認するというので、問題がなければ、このような状況ですので、暫定的に維持することとしたいと、こういう基本的な考え方で検証をしたところがございます。

基本運用方針の基本ポートフォリオに関する記述につきましては、この四角の中の1. 基本的な考え方のところにありますように、1点は、安全かつ効率的な方法により運用するという方針に沿っているかどうかということを検証するというところがございます。

2点目は、3. 運用の目標のところにありますけれども、総合収益の運用利回りの目標につきましては、予定運用利率を上回るということがあります。この基本運用方針の考え方に沿っているかどうかということについて検証したいということがございます。

1ページ一番下に、「2 現行基本ポートフォリオに関する検証方法」とありますけれども、基本的には平成21年度と同様の推計方法によりまして、期待リターン等の再推計を行いま

した。それで現行基本ポートフォリオについて効率性の観点、先ほどの基本運用方針でいうと「安全かつ効率的な方法により運用」ということですが、そういう観点と期待リターン及び標準偏差の水準の観点、特に期待リターンについては、先ほどの基本運用方針の「予定運用利率を上回る」ということが重要になるかと思えますけれども、その2つの観点から検証を行ったところでございます。

ページをおめくりください。2ページをご覧くださいと思います。

検証方法をもう少し詳しくご説明いたしますと、基本的に平成21年度と同じ方法で、一番上の「参考：検証方法の概要」というところにありますけれども、平成21年度に検証したのと同様、想定運用期間は10年間といたしました。また、目標運用利回りは物価上昇率控除後の実質ベースで考えるということにいたしましたところでございます。

また、期待リターン等の推計方法についても、平成21年度の検証のときと同様の方法にしたのですけれども、主な変更点を①、②で挙げております。

①が、国内株式の期待リターンの推計におけるPER変化率の取り扱いでございますけれども、21年度の検証のときには日本の株式についてPER38倍という状況で、PERの変化を考慮しましたが、今回の検証につきましては、検証の時点でPERが16倍程度でございました。それで、PERの均衡水準の20倍というのと比べましてそんなに異常な状況とは言えないのではないかということ、期待リターンを算出した際にPER変化を考慮しないこととしても内外株のリターンの高低に違和感がないこと、PERが20倍を下回っている状況なので、PERを考慮しないこととしたほうがむしろ保守的な推計になること、このようなことを考慮しまして、PERの変化を今回は考慮しないということにしたところでございます。

また、②ですけれどもデータの更新をしておりますして、経済前提は直近の平成23年1月のデータ、EIUのデータについては平成22年12月の時点のデータ、そのほか標準偏差・相関係数については直近のデータまで更新して検証をしたところでございます。

3番、現行基本ポートフォリオに関する検証結果ですが、現行基本ポートフォリオ、国内債券64%などこちらに書いてあるとおりですけれども、これを維持したとしても基本運用方針の要件に照らして問題はないのではないかというような検証結果になったところでございます。

(1) 以降で順次説明してまいります。

まず、(1) 効率的フロンティアとの乖離でございますけれども、現行基本ポートフォリオのリスク・リターンは、ほぼ効率的フロンティアの上にあるというぐらいに効率的フロンティアに近いところがありました。それで効率性の観点からは問題はないものと考えられるところ

でございます。再推計結果、下の表に書いてありますが、現行の基本ポートフォリオで期待リターンが2.23%、標準偏差が5.46%でしたけれども、計算された効率的フロンティアでは、同じ期待リターンのところの標準偏差が5.42%ということで、効率的フロンティアとの差は標準偏差でいうと0.04ポイント、4ベシスということですので、いろいろな推計誤差が期待リターンとかリスクにあるということを考えますと、ほとんど効率的フロンティアの上に乗っていると言ってもいい状況だということでございます。

3ページにその状況がグラフで書かれているところですが、「現行基本ポートフォリオと同じリターンの最適ポート」、すなわち効率的フロンティアとの距離がほとんどないということで、ほとんど効率的フロンティアに乗っているのではないかとこのところでございます。

あとグラフの下のほうに「最適ポート」というのを書いております。「最適ポート」というのは、ここでは真ん中の※のところを書いてありますが、効率的フロンティア上の点のうち、期待リターンが財政再計算における今後10年間の目標運用利回り、今回は計算の結果1.62%になりましたけれども、この1.62%のリターンとなる点で効率的フロンティア上の点を「最適ポート」と呼んでいるところでございます。

下のほうに財政再計算で今後の運用利回りがどれだけ必要なのかということが書いてありますけれども、財政再計算によりますと、物価上昇率控除後の運用利回りについては一番右にあるとおり、毎年毎年少しずつ上がって行って、2020年度以降は3.1%の運用利回りが必要だという計算になっておりまして、この平均をとりまして1.62%としているところでございます。

ただ、こちらにつきましては2020年以降、ずっと3.1%が必要だという計算をしておりますので、仮にこの1.6%という期待リターンまで下げるような基本ポートフォリオの見直しをした場合にはリスクを今回は非常に落としてしまって、何年後かにはまたリスクを上げるような基本ポートにするということになってしまい、支障も生じますので、今回はこの最適ポートまで見直すということを特に考えなかったところでございます。

次に4ページを見ていただければと思います。

4ページの一番上は、平成21年度に検証したときの状況を表で示しております。前回は効率的フロンティアとの乖離はほとんどなかったのですが、前回の乖離は0.09ポイントだったということをご参考までに示しているところでございます。

次に、効率性の検証の2つ目ですが、シャープレシオでございます。シャープレシオにつきましては、再推計結果がこの下の表に書いてありますけれども期待リターン、標準偏差は先ほど申し上げましたとおり2.23%、5.46%でシャープレシオが0.302でございます。先ほどお示

しました最適ポートフォリオのシャープレシオが0.301ということで、シャープレシオにつきましても最適ポートフォリオと比べてもほとんど変わらないというところがございます。

次に、「(3) 期待リターンと予定運用利率の比較」でございますが、現行基本ポートフォリオの期待リターンは2.23%でありますので、先ほど計算もお示しましたけれども、今後10年間で必要とされる目標運用利回り1.62%は上回っているというところがございます。

5ページをご覧ください。

「(4) 標準偏差の水準」ですけれども、検証の最後に標準偏差の水準がどうかということを見ております。これまでの見直し時、策定時の標準偏差と比べてこの5.46%というのはそんなに変わらないものだというのが下の表に示されております。今回の推計によりますと、基本ポートフォリオの標準偏差は5.46%でございますけれども、平成17年度に基本ポートフォリオを策定したときには標準偏差は5.33%と想定しておりました。また、平成21年度に検証したときには5.50%と推定しておりました。このようなことで、これまで連合会が許容してきた標準偏差の範囲内であるということが見てとれるところがございます。

最後に、「その他」というところがございます。今回、基本ポートフォリオの検証ということで、効率的でありますし、見直しをしないという方針でいきますが、1つ目のポツですけれども、リーマンショック時のような通常の平均分散法で計算できないような危機があった場合には迅速に弾力的な対応を行うということで、許容乖離幅の拡大を行うとか、またそのためにどのようなことをすればいいかというのはしっかり検討してまいりたいと考えております。

また、2つ目ですが、新たな手法による投資、新興国株式投資などがございますけれども、このようなことをする場合には、検証内容も改めて検討するというにしたいと思っております。

また、資料3で新興国株式については投資をする方向で資料がありますけれども、今回、大きな額を投資するというにはしない方針でございますので、基本ポートフォリオのほうをそれに合わせて見直すことはしないということで、改めて資料3のところでご相談させていただきます。

また、3番目のポツですけれども、期待リターンの推計方法がこのままでいいのか、長期運用に適したリスク・相関係数の推計方法、最適化手法についてはどのようなものがあるのかというのは、引き続き検討していきたいというところがございます。

以上で、基本ポートフォリオの検証について若干長くなってしまいましたけれども説明を終わらせていただきまして、次、6ページ以降について簡単に触れたいと思っております。

6ページにつきましては、先ほどの基本ポートフォリオの検証で用いた各資産の期待リター

ンなどの数字を挙げているところでございます。1点だけ見ていただきたいところは、一番上のところですが、国内株式の今回の再推計でPERに変化がなかった場合は4.87%ですけれどもPER変化を考慮すれば6.77%ということで、PER変化を考慮すると外国株式よりもかなり高い水準になってしまったというところで、今回、「PER変化なし」の4.87%で計算をしたというところでございます。

7ページ以降は参考資料でございます。

7ページの下の方を見ていただければと思いますけれども、各組合の財政状況についてでございます。一番下に各組合の財政状況が書いてありまして、長期給付積立金と21年度の決算による収支差が書いてあります。それで長期給付積立金の額を収支差で割ったものが一番右側にありますけれども、結局、積立金が毎年毎年今のままの収支差で減った場合に、何年でお金がなくなるかということを中心に計算したものです。地方職員共済で8.1年、また東京都共済で11年、公立学校で18.2年などこの辺が早目に積立金がなくなるところですけれども、当面まだ心配はないところでございます。それから一番下のほうに指定都市共済で26.7年とありますが、指定都市の中には幾つか交付金を早く交付しなければならないところも出てくるんですけども、こちらについては額が小さいので金額的には問題ないところでございます。

8ページをご覧ください。

8ページについては、各組合のアセットアロケーションを参考までにお示ししております。こちらにつきましては、一番上は金額ベースでわかりにくいので2番目の表がわかりやすいかと思っておりますけれども、各組合とも国内債券が多目になっているというところでございます。警察だけは国内債券は50%切っているところですが、外国債券が多かったり、右のほうで貸付金などが、あと「その他」のところではヘッジ付外債などが入っていたりしますけれども、このようなところが多いので、リスク資産がすごく多いというわけではないというところでございます。

9ページをご覧ください。

財政の見通しということで、地方公務員共済と国家公務員共済の合わせた財政の見通しが出されております。年度末積立金、一番右から2番目のところを見ていただければと思いますけれども、2065年までは積立金が増えていきます。それに伴いまして一番右の積立度合がどんどん増えていくということです。積立度合というのは毎年必要なお金の何倍積み立てられているかというものですけれども、2075年以降減っていくということになりまして、100年後の2105年には1年分の積立金だけが残るという状況でございます。このような見通しで財政再計算が

なされているというところでございます。

10ページは、今述べた状況をグラフで示したものですので、省略させていただきます。

また、11ページは地方公務員共済だけの状況を示したもので、こちらでも省略させていただきます。

12ページは保険料率の見通しでございますけれども、保険料率をどんどん上げていくということで財政再計算でも計算しているということでございます。

13ページ、最後でございますけれども、先ほどの財政再計算に沿って連合会の将来のキャッシュフローを推計しておりますけれども、これから10年間はキャッシュアウトがある、「収入ー支出」がマイナスになるというようなことはないということで推計をしております。ただ、10年を過ぎていくと先ほどのように地方職員共済組合だとか公立学校共済組合だとかが積立金が無くなってしまうので、こちらからもキャッシュアウトが出ていく、そういうことになるかと思えます。

付属資料などまたいろいろと資料がついておりますけれども、こちらについては、今回、説明は省略させていただきます。

このように、基本ポートフォリオの検証を3月に行いまして、研究会に事前にご相談はできませんでしたが、先生方の意見もお聞きしまして、こちらについては継続をするということにしたところでございます。

事後報告になって申し訳ございませんでしたが、また今後のためにもご意見をお聞かせいただければ幸いです。どうぞよろしくお願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

じゃあそういうことで、ただいまの説明についてご質問、ご意見等がありましたらぜひお願いしたいと思いますが、いかがですか。

○浅野委員 効率性の検証について少し意見を述べさせていただきます。

この検証に絡みまして期待リターンの見直しをされたことについては一定の評価をしたいと思いますが、このやり方で果たして本当に効率性の検証になっているのかどうか、私は疑問を抱いております。

というのは、基本的に期待リターンとリスクの関係というのは大体どの資産も似たようなものです。それで基本ポートフォリオを作る、すなわち最適化をすると、少し数字を変えただけで基本ポートフォリオが大きく動くということになります。それは逆に言うと、少々基本ポートフォリオの構成を変えたとしても大体はみな効率的になってしまうということです。効率性

から外れるということは、まずこの方法でやっていたらあり得ません。ですから、非常な計算等をしていただいたのですが、あまり意味が無いのではないかと思います。

むしろここで検証というかチェックしていただきたいのは、やはりリーマンショックのときに大きな損失が出たりしたわけですから、そういうことが起こる懸念はないのかどうかということです。そういうことに関して長期投資なのだからそんな短期の心配はしなくていいというのだったら、長期投資はこうだというような数字を示していただきたいし、逆にそうではなくて1年ごとで大きな損失が出たら困るというのだったら、そういう懸念が無いかどうかということを検証として示していただきたいと思います。

そういう点に関して言うと、やはりリーマンショック以降、このような基本ポートフォリオの作り方、あるいは基本ポートフォリオはもう意味がないから、それから外れて運用すべきだというような議論がたくさん出ています。例えば下方リスクをコントロールするような運用だとか、あるいはアセットアロケーションを決めるのではなくリスクの配分を決めるのだという考え方もあるわけです。さらにリスクがずっと安定しているわけではなく相当に変動しているので、そうした中で全体のリスクを一定に保つようにしたほうがいいのか、そうすべきだとかというような考え方も出てきています。

ですから、我々が今必要としているのは、このように形式的に効率的ですということではなくて、そうしたリスクを持っているのではないか、それに対してどう対応できるのか、あるいは今のポートフォリオでどういう問題を抱えているのかということ进行分析していただきたいと思います。

○若杉座長 そういうことで、今までのようなリスク、リターンの二次元的な見方じゃなくてももう少しリスクのところ、きちんと別の見方があるのじゃないかというご意見だと思うのですが、ほかにご意見いかがですか。大事なことだと思いますので、やっぱりそういういろいろな方法が出ていますので、ぜひそれは事務局でもフォローしていただきたいと思いますが。

○金崎委員 多分事前に説明を聞いているのですがもう一度確認で、6ページの参考資料のほうですね。平成21年度推計と今回の再推計で各資産の期待リターンがかなり違うと思うのですが、この変化をした理由といたしますか根拠というのはどういうことでしたっけ。

○吉添課長 そこでは、時間の関係で説明が余りできなかったんですけども、今回の期待リターンの推計で数字が大きく違うところについて少し説明をしたいと思います。

今回、特に違うのが国内債券のリターンでございます。これが今ご指摘いただいた6ページの一番上の表で、義務運用資産もNOMURA-BPIもそんなには違いませぬので、義務運

用資産のほうで見ていただければと思います。平成21年の推計で0.54%だったのが今回の再推計では1.24%ということでかなり上がっております。これで、国内債券のウェイトも高いですし、今回、大きくリターンが上がるということになったんですけれども、資料1-1の附属資料、国内経済見通しの比較の、4ページを見ていただければと思います。GDPデフレーターを見ていただくと、内閣府の今回の推計が青でございます。内閣府の前の推計が黄緑で、前の推計ですと少し今回の推計に比べると物価上昇するところになっていたんですけれども、このGDPデフレーターが今回下がるということが大きく効きまして、今回、実質ベースでの期待リターンを出しておりますので、これに伴いまして国内債券の期待リターンが前回に比べて大きく上がったというところでございます。

7ページを見ていただくと実質長期金利がございまして、今回実質ベースで長期金利を見たときに、内閣府でいう前回の黄緑の線よりも今回の青のほうはずっと上に上がっているということでございます。このような理由が大きいというところでございます。

○若杉座長 物価の問題だということですが、よろしいですか。

○金崎委員 これGDPデフレーターというのは毎年毎年のものですよね。例えば2010年の長期の債券の期待リターンが1年でこれだけ大きく動くような、実質長期金利がGDPデフレターの動きに従ってこれだけ大きく変動してしまうというのはどうも考え方としておかしいような気がしますけれどもね。

○吉添課長 期待リターンについては、ずっとシナリオアプローチでやっておりますけれども、そうしますと内閣府の推計が変わると我々の推計のほうも変わってしまうということは一つの我々のやり方の欠点ではあるかと思えます。

ただ、内閣府の推計と、今回、前回もそうですけれども民間5社の推計も比較しまして、そんなに民間5社と比べて内閣府の推計がおかしいわけではないというところは確認させていただきまして、それで内閣府の推計によることにしたところでございます。

これがシナリオアプローチではなくて例えばGPIFが採っているビルディングブロック方式だとか、そのような方式にすれば、もしかしたら毎年の推計でどんどんリターンが変わってくることはないと思います。我々もリスクと相関係数については過去からの積み上げでやっておりますので、それが1年間で変わることは余りないということですが、期待リターンについてはこのような方法をとっている以上、このような結果にはなるということでございます。

また、先ほども少し説明もいたしましたけれども、期待リターンの推計の仕方がこれでいい

かどうかということについてもまた考えていかなければならないということは我々も思っておりますので、またご指導いただければと思います。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 ほかによろしいですか。

今回は震災があつて遅れてしまつて、説明にもありましたけれども事後報告ということでこのことですが、また今年度も検証がありますので、そのときいろいろ皆さんのご意見を伺えればと思いますが、この件はよろしいでしょうか。

では時間の関係もありますので、先に進めさせていただきます。どうもありがとうございました。浅野委員から貴重な意見が出ましたので、その辺よろしく願ひいたします。

それでは2番目ですけれども、議事の2が株主議決権行使についてということでございます。これについても事務局からご説明をお願いすることにしたいと思います。

○吉添課長 次に、株主議決権行使について資料のご説明をさせていただきたいと思ひます。資料をめくつていただいて資料2-1まで飛んでいただければと思ひます。

資料2-1が、これ大分遅くなつてしまひましたが、ことし3月に研究会にお出ししようとしていた資料でございます。結局去年、もうこれから株主総会を6月の分はやりますけれども、主に去年の6月の株主総会を踏まえての議決権行使の状況について、我々が調査やヒアリングを行ったものについてのご報告と、それを踏まえて今年の3月に議決権ガイドラインなどを改正しておりますけれども、こういうふうにガイドラインを改正したいと考えておりますということについて資料に書いているものでございます。

ただ、こちらについても今回研究会が6月になつてしまつたということで、ガイドラインの改正等はまだ終わつておりますので、先生方の意見も踏まえながらではございますけれども、ガイドラインを変更しております。そういう意味では、ガイドラインの変更ということについては事後報告になつてしまひます。ただ、こちらにつきましては、ガイドラインの変更を毎年やっておりますので、何かございましたらまたご意見をいただければと思ひます。

それでは、1ページから順にご説明をしまひたいと思ひます。

1番、「概況」でございます。今回、運用機関からヒアリングをするに当たつて概況をまとめております。今回というのは去年のことですが、去年とその前の年、おととしと比べましてどういふ変化があつたかといひますと、まず大きいのが上場制度の変更があつたということでございます。1つが東証による独立役員選任の義務化ということがありました。また、内閣府令の改正によりまして開示の義務化がいろいろとなされております。議決権行使結果の開示、あと株式の保有状況の開示、いわゆる株式持ち合い開示、あと役員報酬は1億円以上に

ついて個別に開示すると、こういうことがあったというところでございます。

次に、全般を通じまして、2つ目の○でございますけれども、運用機関のほうで詳細な基準を運用機関のガイドラインで定めておりまして、その内容も厳格化される傾向となっているということで、これまで我々としても運用機関と毎年ヒアリングなどをして議論をしてみましたが、運用機関のほうも厳格に対応するようになってきているというところでございます。

3番目でございますけれども、各運用機関とも単純に外形的な判断をするというよりは株主の利益をどう守るかということで、実質的なところを見て議論・判断がなされているということで、これについてもずっと我々もヒアリングをしてみましたが、昔に比べてよくなっているのではないかとこのところでございます。

2番、「具体的な行使状況結果」でございますけれども、これは連合会のホームページに掲載した数字等ございまして、資料2-2にございますけれども、単純に反対行使比率などが書いてあるものでございますので、今回、ご説明は省略させていただければと思います。

3番の「問題意識と今後の対応」でございますけれども、調査とヒアリングで把握された問題認識に基づきまして今後の対応を検討したものでございます。

まず1つ目が、「社外取締役・監査役の独立性」でございますけれども、多くの運用機関が社外役員の独立性について厳しく判断をするようになってきております。例えばメインバンクや投資ファンドからの役員派遣についても形式的に独立性があるというふうに判断するところも多いんですけども、そういうものについても独立性無しと判断するなど判断基準を厳しくするような運用機関が見られたところでございます。

また2つ目の○、2ページでございますけれども、東証が独立役員の確保に係る企業行動規範というものを新設しまして、具体的には独立役員を1名以上確保するということを義務づけております。ただ、2段落目になりますけれども、コーポレートガバナンス報告書に独立役員として指定する理由を記載するということをすれば、仮にこの企業行動規範の判断基準に抵触する役員であっても独立役員として届けることが可能ということになっておりまして、運用機関の人の話も聞いておりまして実効性に疑問があるとか、骨抜きになっているのではないかと、そのようなご意見もあったところでございます。

「問題認識」でございますけれども、この社外取締役、社外監査役につきましては、我々のガイドラインでも詳しく記述もしておりますし、各運用機関とも厳しく判断しているようございまして、今のところ、特に問題は見当たらないというところでございます。引き続き注視してまいりたいと考えております。

次に、資本の効率性についてでございますけれども、現状では配当性向とかROEとか、そういう何らかの数值基準を定めて議案判断を行うという運用機関がほとんどでありました。また、一部の機関についてはPBRを見て判断するというような運用機関もあったところでございます。

2つ目の○ですけれども、当連合会のガイドラインでは、資本効率性の観点から過剰になっていないか等を個別に判断するとなっておりますけれども、キャッシュリッチ企業への対応につきましては、ほとんどの運用機関が何らかの判断基準を導入して必要に応じて反対行使をきち行うということでございました。このようなことでよい方向に進んでいるかと思えます。

「問題認識」としましては、ちょっとガイドラインにそぐわないような事例が2点あったということでございます。

1つ目につきましては、我々のガイドラインでは剰余金の配当に関して、いろいろな状況を見て個別に判断するというを言っていたんですけれども、配当性向の判断基準で数值基準でばっと判断してしまって個別判断を行っていないような事例もあったということでございます。

あと配当性向については下限のみを設定して過剰配当になっていないかの精査を行っていないというところもあったところでございます。

そういうこともあったので、「対応」ですけれども、今回、議決権行使の説明会、4月に行いましたけれども、そこでガイドラインの遵守を指示したところでございます。

次に3ページをご覧ください。

「敵対的買収防衛策」についてでございますけれども、「現状」のところ、買収防衛策の詳細を精査して厳しく判断する運用機関が増えたということがあります。また、PBR等の市場の評価を判断材料にするという運用機関もありまして、単純に買収防衛策だけを見て判断するのではなくて市場の評価も見るというところもありました。

「問題認識」ですけれども、我々、ガイドラインの下に連合会の買収防衛策議案に対する考え方というのも出しておりますけれども、ここでは第三者委員会が設置されている場合には、その委員会の独立性について確認してくださいということになっていたのですが、取締役会に一定の独立性があれば第三者委員会の中身をよく見ずに賛成行使を行っていた運用機関があったと、これが1つ目の問題認識です。

2つ目の問題認識としましては、連合会の考え方では発動の要件が明確化されているという場合には独立社外者の判断が重視されなくてもいいということになっていましたが、発動要件

に裁量の余地が残されているような場合でも発動の要件が明確化されているとみなしてしまう運用機関がありました。

「対応」としましては、1つ目は、発動要件が明確化されており、裁量の余地が全くない場合のみに独立社外者の判断が重視されていなくても賛成していいと、記載を明確に変更しました。また、第三者委員会の記載をわかりやすく変更しました。それで、議決権行使説明会でも第三者委員会の独立性を確認するよう、改めて運用機関に指示をしたところです。

次に、「株式持ち合い」の「現状」ですけれども、今回、内閣府令の改正で1%を超えるような上場株式については銘柄、その他保有目的などの開示の義務を負うということになりました。

2つ目の○ですが、現在のところ、我々のガイドラインに株式持ち合いに関する記述はないのですが、各運用機関のガイドラインでは株式持ち合いに関する基準を設定したり、企業との対話を積極的に行うというような運用機関もありました。

「問題認識」の1つ目の○ですけれども、株式の持ち合い自体ではなくて持ち合いで損失が発生した場合のみ取締役選任議案で反対行使をするというような運用機関もありました。

あと2つ目の○ですけれども、株式持ち合いに関してはこれまで情報がよくとれないということ、あと情報がとれたとしても行使判断に困るということが運用機関の悩みだったんですけれども、今回、情報開示ということについては一歩前進がありました。やはり議決権の行使判断の具体的基準の作成は困難だなというのが運用機関のご意見でした。

「対応」としては、今後の動向について運用機関と対話を行いまして、対応を検討してまいりたいと思います。

次に、「反社会的行為」ですけれども、現状では1つ目の○で、情報のデータベース化や判断基準の明文化など体制の改善は進められているというところです。

2つ目の○ですけれども、定義の厳格化をするだとか、反社会的行為に直接関与しない場合でも監督責任を問うだとか、より厳しく判断をする方向になってきているというところです。

「問題認識」のところですが、我々のガイドラインでは、社会的信用を失墜した場合には取締役議案などに原則として反対することになっているんですけれども、一部の運用機関では株主価値の棄損が大きかった企業だけ議案に反対し、業績や株価への影響がなければ肯定的に判断するというところがありました。

「対応」ですけれども、各運用機関については反社会的行為については我々のガイドラインのとおり、業績や株価への影響が小さくても社会的影響や悪質性が大きい場合には反対してく

下さいということを説明会で指示しました。

次に「株主提案」の「現状」で、今回、大きな事案は少なかったのですが、2つ目の○のとおり、アクティビストからの提案は減っております。一方で、これまでの株主提案は原発反対だとか主義主張をあらわすようなものが多かったのですが、例えば役員報酬の個別開示など株主価値創造の文脈に合うような議案も見られるようになったところです。

3つ目の○ですが、役員報酬の個別開示に関する議案は複数株主提案でございました。

5ページの上のほうですが、株主提案については議案の妥当性の判断が非常に難しいケースがあり、行使に苦しんだというところがありまして、対応としては、我々としても今後とも研究を続けていきたいというところです。

次に、「役員報酬等」ですが、「現状」では1億円未満の役員については、今回の改正によっても報酬の開示義務はないんですが、株主提案で全役員報酬の個別開示を義務づけるという議案が複数ありました。この判断については運用機関ごとにいろいろな考え方があって差異があったところです。

また、報酬金額、開示の株主提案議案自体には賛成しなかったけれども、企業との対話を通じて報酬金額の決定方法をむしろ開示したほうがいいのではないかと提案をするような運用機関もありました。

次に、「問題認識」を2点挙げております。我々のガイドラインでは、社外取締役とか監査役については監督機能を期待しているので、退職慰労金については原則として反対するとしておりましたが、一部の運用機関で常勤監査役は人事制度の中でのキャリアの一環であるということで、退職慰労金の支給を原則賛成としているようなところもありましたというのが1点です。

あともう1点は、我々のガイドラインでは、市場価格を下回る行使価格となるストックオプション、いわゆる1円オプションについて反対するということにしていたんですが、これが業績連動の報酬制度であって企業利益の最大化を図るという意味で機能する場合もあるのではないかと指摘が運用機関からありました。

「対応」としては、1つ目の社外取締役等への退職慰労金の支払いについては、原則として反対してくださいと、ガイドラインに書いてあるとおりにしてくださいということを説明会で指示しました。

また、1円オプション等につきましては、全部反対というわけではなくて妥当性を個別に判断してくださいということでガイドラインの記述を直したところです。

最後の6ページをご覧ください。

上のほうは「特別取締役の選定」ですけれども、「参考」で書いております通り、特別取締役というのは、本来、取締役の決議事項である重要財産の処分だとか譲り受け、あと多額の借財についてあらかじめ取締役の中から特別取締役を3名以上選定しまして、特別取締役の取締役会で過半数が賛成すれば決議できるという制度です。「現状」では特別取締役の選定を肯定的に判断するとしておったのですが、「問題認識」のところで、特別取締役については社外取締役がメンバーとなる必要がないという中で、重要なものについて取締役会の議論を経ずに意思決定ができるというものですので、会社のガバナンスが保てるかどうかというのは個別に判断する必要があるのではないかとということでございます。

「対応」としては、この特別取締役に関する記述は削除したというところ です。

最後、「取締役の増員」について、「現状」ではその理由が明確かつ合理的な説明がなされない限りは原則として反対としておりますけれども、これについて「問題認識」のところで、理由がわからないのに賛成している運用機関がありましたので、ガイドラインの遵守を指示したところ です。

以上、資料2-1の説明でございます。

資料2-2を飛ばしていただきまして資料2-3をご覧ください。

先ほどは昨年度のヒアリングの内容でしたけれども、これは、これからの議論でして、前回の研究会で村上委員から株主議決権行使のあり方について幾つかご提案をいただいたところ ですけれども、若杉座長からもこれについてはゆっくり検討しましょうということでご指示がありましたので、その議論のたたき台を今回、お出しするものです。これについては、今日、何か結論を得なければならないというものではないので、皆様にじっくりと議論をしていただければありがたいです。

1ページの上のほうの1番、「議決権行使の効果について」です。「委員の提言」ですが、コーポレートガバナンスに当時の厚生年金基金連合会などが乗り出して、それで各運用機関がガイドラインをつくって、それから10年以上が経過しておりますけれども、株式価値増大に対してどのような効果があったのか、それは検証してみる必要があるのではないかとご提案 でした。

(2)で「日本投資環境研究所からの聞き取り」でございますが、効果を定量的に分析することは困難ではあるけれども、因果関係があるかどうか明確ではないものこのうことがあ るのではないかとということで①、②と挙げております。

「①企業の対応」ですが、社外取締役の導入の促進にはなっているのではないかと、あと買収防衛策の廃止というのも効果としてはあるのではないかとこのことを言うておられました。

また、「②運用機関の対応」ですけれども、各運用機関が企業との対話を積極化するということがあったのではないかとこのことです。

2ページをご覧ください。

議決権行使の効果について運用機関にヒアリングしたところ、次のような回答があったというところ。1つ、これも因果関係がどうかはわかりませんが、運用機関からのあくまでも聞き取りでございます。

①が、ガバナンス I Rのミーティングを通じて、企業のガバナンス担当者とのコミュニケーションの機会が増えて議案にも影響したということがあったということです。例は説明を省略させていただきます。

②ですが、議決権行使基準を意識した議案を企業が作るようになったということです。例の中身は省略させていただきますけれども、運用機関で基準を作成したら、それを意識したような議案が出てくるようになったということです。

③ですが、前の年の反対行使の結果、議案の内容に変化があったということも挙げております。例については省略させていただきます。

次に、3ページですけれども、「公的年金における議決権行使についての議論」ということですが、公的年金の議決権行使には消極的な立場の意見と積極的な立場の意見と両様あるところ。

まず、①の消極的な立場ですけれども、G P I Fの検討会の中でもこういう議論があったんですが、公的年金が個別企業の経営に影響を与えることには慎重な姿勢であるべきというような意見がありました。

また、2つ目の○ですけれども、米国の公的年金の一つO A S D I、これにつきましては政府が株主義決権の行使等により民間企業に影響を与えることには慎重にするべきだという考え方から、全額債券で運用して株式で運用することは法律で禁止されていると、こういう公的年金もあるということです。

あと3つ目ですけれども、企業にどれだけよい影響を与えるかは疑問なので、これは優先的な課題ではないのではないかとこのことでございます。

あと積極的な立場が②で挙げられておりますが、議決権行使は株主が当然に取り組むべき義務ではないかという意見もあります。

あと2つ目では、議決権行使については行使状況をチェックするだけでは中途半端なので、中途半端なことをするぐらいだったら国内株には投資しないほうがいいぐらいではないかと。その続きで3つ目の○ですけれども、株主議決権については地共連もガイドラインを作成しているのだから、GP I Fもガイドラインを作るべきではないかというような意見もGP I Fの検討会であったということです。

あと一番下の○ですけれども、過去20年にわたって国内株式市場は価値を生み出してこなかった。これは大きな問題で、このような事実を共有してコーポレートガバナンスの議論に生かしていくべきではないかという意見があったということです。

また、4ページの上のほうですけれども、ガバナンスが的確に発揮されていくためには株主とか投資者が議決権行使を通じて上場会社との行動を適切に規律していくことが重要であるというようなことが金融庁のスタディグループ報告であったということです。

「③その他」は説明を割愛させていただければと思います。

(5)ですけれども、現在、連合会は、コーポレートガバナンス原則に書いてありますとおり、他の多くの株主と同様に長期的に価値が増大すると見込まれる企業の株式に投資し、かつその企業が長期的な株式価値の増大に資する経営を行うことを期待するものだと言っております。株式の増大が見込まれない場合には受託者責任を果たすために株式価値増大に必要な経営を求めていくと、このような考え方に沿いまして議決権行使を運用機関を通じて行っているところです。ただし、民間企業的意思決定の過度な関与はすべきではないと考えているところです。

5ページをご覧ください。

次に、「利益水準に関する数値基準策定について」、これも村上委員のご提言でございましたけれども、1つ目の○に書いてあるとおり、一定の期待リターンを得るためには必要なEPS成長率の数値目標をガイドラインの中に盛り込んで、それを企業にメルクマールとして求めていくことも必要なのではないかと。

2つ目の○ですけれども、経済財政白書でも株主の要求する利益水準が低いということが、結局高いリターンを得るプロジェクトを選択させないということにつながっているのではないかとということでした。

(2)で地共連における現状ですが、ガイドラインでは、不適切な経営判断により株式価値を大きく損なう結果をもたらさなかったかというところを判断して不適切であれば反対してくださいと言っています。

中略の下のほうですけれども、企業の業績が3期以上連続して赤字決算であり、今後改善が見込まれない場合には原則として反対するというので、数値基準は書いておりませんが不適切なものであれば反対してくださいと。あと、あえて言えば、3期以上連続赤字決算だったら最低ラインとして数値基準でだめですよということを言っています。

我々としては運用機関向けの説明会の場でも企業業績を精査することの重要性について強調しておりまして、実際、運用機関においても厳しく精査をされているところです。

次に、6ページの「企業年金連合会の状況」です。四角の中を先に見ていただければと思いますけれども、企業年金連合会では、昨年の11月までのコーポレートガバナンス原則で、ROEは10%以上であることが望ましいということを言っています。また、議案の判断では下のcのところに書いてありますけれども、ROEが過去3期連続して8%を下回る企業については、その原因や対応策を含めて納得いく説明がなければ肯定的な判断はできないと、数値基準のようなものが出ていますけれども、結局このコーポレートガバナンス原則は現在、昨年の11月に削除されておりまして、ROEに関する記述はなくなったというところです。

(4) でありますが、日本投資環境研究所の専門家から聞いたところでは、数値基準を公表している年金基金というのは、この企年連がなくなったんですが、もうないのではないかとというようなことを言っております。

7ページでございますけれども、「現時点の地共連の考え方」ということで幾つか挙げております。議決権行使ガイドラインに数値基準そのものを盛り込むことは困難なのかなというところです。

1つ目の○ですが、業績基準は業種によって異なるのが普通ではないか、そのような詳細な基準を策定するとなると、民間企業の経営に影響を与えることになるのではないかと。公的年金の議決権行使には、先ほどもご覧いただいたとおり消極的な意見もある中で、そこまで民間に干渉するという点について関係者の理解も得られないのではないかと、また、企業年金も含めて年金がそのようなことまでしていない中で公的年金がそこまでするという点について理解が得られないのではないかとということが1点です。

2つ目の○は、経済情勢によって基準を改正するというのもなかなか難しいかというところです。

3つ目の○は、具体的な数値基準を公開するとまたさまざまな議論を引き起こしてしまうのではないかと。

4つ目の○が、ガイドラインの中ではそもそも定量的な基準を示さずに運用機関にある程度

のところはお任せしているという状況で、利益の部分だけ定量基準を盛り込むというのなかなか難しいかなというところでは。

それで今後の対応案としては、次のようなことが考えられるのではないかとということで検討しているところです。

1つ目が、議決権行使の説明会の場で企業業績を精査することの重要性について、これまで以上に強調するということです。また2つ目の○ですが、ガイドラインの記述をより踏み込んだ表現とするということも考えられますし、3つ目の○でありますけれども、コーポレートガバナンス原則の冒頭にもある記述、前文のようなところに記述を追加するということも検討されるのではないかと、その他どのようなことができるかというのを検討してまいりたいというところでは。

最後、8ページですけれども、「日本企業のガバナンスについて」ということで、村上委員から提言があったというところでは。

執行役員と取締役を兼務している形態が多いのだけれども、会社の運営として執行役員まで含めた大きな会議で経営戦略を決めて、その後、その一部が取締役としてまた残って取締役会と称して同じ議決をすると、このような状況で取締役会という形態が機能するのかという意見がありました。アメリカでは経営と執行が分離されているのだけれども、取締役と執行役員を兼務していると責任があいまいになるのではないかとという話があったところでは。

地共連のガイドラインでも、監督と執行は明確にすることについては賛成するものの、明確にしていなかったら何か反対するとかそういう話は特に書いていません。また、企年連も削除する前の「コーポレートガバナンス原則」ですけれども、考え方としては執行と監督の機能の分離ということは挙げているところでございます。

最後、一番下で日本投資環境研究所に聞きますと、取締役には監督と執行の機能があって完全に分離することは困難ではないかと。ただ、機能の明確化や監督機能の強化は必要であるという、ちょっと企業寄りな意見もいただいたところでは。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことで、ご意見等ございましたら、今日これで何を決めるというのではなく、なるべくきちんとした議論ができるように十分に用意しておきたいということなんですけれども、どうぞご意見等ありましたらお願いします。

○高山委員 議決権行使の問題は非常に重要なことなので、これから時間をかけて議論していくものだと思いますが、その前に2点簡単にコメントさせていただきます。

1点目は、これは事務的なお話ですが、資料の2-2の株主議決権の行使状況報告についてです。当連合会は、運用資産額が非常に大きく、多くの運用機関は連合会の動向を大変注目しています。企業も当連合会を非常に重要な投資家の一つとして位置づけております。そのため、この行使状況報告に対しては、投資家も企業も高い関心を寄せていると思います。私の理解では、この行使状況報告は、年が明けて3月ぐらいに公表されているものだと思うのですが、これをもう少し早めることはできるでしょうか。他の運用機関を見ますと、年内の秋ぐらいに発表しているようですが、そのようなことは事務的には可能でしょうか。

○吉添課長 毎年このホームページに出すのが3月になっておりまして、ほかに比べて遅いのではないかというようなことであれば、早めることは物理的には可能です。これまでは、研究会でお見せして、それからホームページに出すということでやっていたのですけれども、余りそれにこだわらずに、単純な数字みたいなのが多かったりもしますので、早目に出すことにしたいと思います。

○若杉座長 少なくとも6月の総会が終わったところで中間発表でいいから早目に出したらいいんじゃないですかね。

○吉添課長 わかりました。数字だけは早目にアンケートでとれますので、運用機関のほうから来るのが8月とかになりますので、ほかと比べてそんなに遅くならない時期にホームページに出したいと思います。

○若杉座長 その点はよろしいですか。

○高山委員 はい。当連合会の資本市場における重要性を考えますと、そのようにしていただけると非常にいいのではないかと思います。

それから、買収防衛策というのは、この議案の中の「その他議案」の項目の中に入っているのでしょうか。

○高山委員 なぜそういうことをお聞きしたかということ、日本企業は、投資家が今どういう考え方をしているのか、自分に何を求めているのかということに関して、皆様が思っている以上に関心が高く、かなり神経質に投資家の状況を見守っています。しかし、その際に企業が手に入れる情報というのは非常に限られています。その限られた情報の一つが、議決権の行使状況報告です。その結果を見て、投資家というのはこういう案件に関してはこういう考え方をするんだな、というように、そこからメッセージを読み取って、これからの自社の行動の参考にしようとする。買収防衛策は、企業にとって重要な案件の一つですので、投資家からのメッセージを正しく伝えるという意味で、買収防衛策に関して当連合会はこういうふう考えてい

ということ、もう少し明確に伝えることができればいいのではないかと思います、ご質問させていただきました。

○吉添課長 資本構造に関する議案の中に入っているということでして、ですから買収防衛策議案も結構この中に多いのかなと思います。

○高山委員 これももし事務的に可能ならということですが、買収防衛策だけを切り分けて別の項目として立てるとか、あるいは資本構造に関する議案の中では買収防衛策はどれくらいであるというような形にしていれば、企業側も投資家が今何を考えているのかを理解することができ、企業と投資家の間の対話がより促進されるのではないかと思います。

○吉添課長 わかりました。そのような方向で検討したいと思います。

○若杉座長 資本構造に関する議案はほかにどんなのがあるのですか、防衛策のほかに。

○吉添課長 自己株式取得に関する議案、第三者割当てに関する議案、あと株式併合に関する議案、このようなものです。

○若杉座長 株主割当てでも重要な問題ですし、これからできたら少し分けてディスクローズ、できるだけ詳しく分けたほうがいいと思います。

○吉添課長 わかりました。資本構造に関する議案については、少し分けるような形を検討したいと思います。

○若杉座長 それがいいと思いますね。

○高山委員 以上が、議決権行使状況に関するコメントと質問です。

あともう1点、これからの議論の参考として私から申し上げたいことがございます。いただいた資料を拝見しますと、投資家がどのように企業に接しているかという点について、いろいろ細かく書かれてありました。私自身は、今、IRやガバナンスのコンサルティングをしておりますので、投資家の方もそうですが、上場企業の経営陣やガバナンスの担当者やIRの担当者の方々と頻りに話すことがあります。そのような経験に基づいて、企業の側がこういった投資家の動きについてどのように見ているか、どういう影響を与えられたかということについて、簡単にコメントさせていただきます。

資料の2-3では、各運用機関がいろいろガイドラインをつくったが、それがどのような効果をもたらしたかを検証する時期にある、と記載されておりますが、それは全くそのとおりだと思います。

ただ、これについては、量的に見るのは大変難しいのも事実です。資料の2ページにありますように、運用機関からの聞き取りという形で、実際の状況を探っていくという方法がある

と思います。それに加えて、企業の側からの見方について、私が企業の方々からうかがった話をもとにして申し上げますと、投資家によるガイドラインの設定は、企業の行動に非常に大きな影響を与えております。それまでは、企業の方が主として接する投資家の方というのは、ファンドマネジャーであったりバイサイドのアナリストであったりでした。そういった方々は、運用リターンを最大化することを念頭においておられ、企業は、その方たちとは、財務情報や戦略等を中心にお話をするのが常でした。

ところが、ガイドラインが設定されたころから、今度は、運用機関のコーポレートガバナンスの担当者あるいは議決権行使の担当者とのコミュニケーションが、非常に増えたという実態があります。そのような対話を通じて、今までほとんど話題にならなかった企業のガバナンスのあり方等に関して、投資家が何を考えているか、企業側でも理解することができました。そして、その理解をベースにして、企業の内部でもいろいろな変化が見られました。例えば取締役会の構成を考えると、社外取締役というのは必要なのか、投資家がこれだけ言っているのだからある程度考えてもいいのではないかと、と考える企業も増えてきました。また、もっと実務的な面では、総会でこの議案を通すためには、投資家がこのように考えているから、このところはある程度投資家の要望を聞いたほうがいいのではないかと、そのような形で、企業側に投資家の動向を重視する動き、投資家のガバナンスに対する考え方あるいはその他重要な事項に対する考え方を重視するという動きが、かなり生まれてきています。そのことが、定量的に株価にどれだけ反映したかというのは言うのは難しいのですが、定性的な面では確かに、企業の側に変化が見られるというのが私の実感です。

それから、企業の側の反応として、あともう一点加えさせていただきます。資料にもありますが、企業年金連合会が、コーポレートガバナンス原則の公表をやめ、議決権行使におけるROEの数値基準を削除するというような、一見少し後退ともとれる動きが見られております。そのことに関して、企業がどのように考えているかについてもコメントさせていただきます。

この企業年金連合会の動きに関しては、一部を除いてメディアではほとんど報道されなかったために、それほど大きな反応は、表面的には見られませんでした。しかし、個々の企業とこの件について話した際に、2種類の反応がありました。

1つ目は、従来から真面目にガバナンスの改革に努め、ROEの向上に努めていた企業グループからです。企業年金連合会のような、投資家の中でもオピニオンリーダーであった中心的な投資家が、基準を外し一見後退にも見えるような行為をしたことで、今まで投資家の期待に報いるよう頑張ってきたのにも関わらず、はしごを外されてしまったような印象を持ったと

いう感想を、複数の企業の経営陣の方から聞きました。

一方、ガバナンスについてはあまりポジティブに取り組んでこなかったというか、やや消極的だった企業からは、投資家の中でも代表的な存在だった企業年金連合会がこのような行動をとったということは、投資家サイドでは、もうガバナンスについて興味がなくなったのではないかと、ROEの向上について企業に要求することはもうしなくなったのではないかと、というような声もありました。投資家からのプレッシャーが減ったと理解する向きもあるようです。

そのような状況を考えますと、当連合会としては、企業に対して、投資家が何を考えているのか、企業に何を期待しているのか、正しくメッセージを伝える必要があると思います。これからの議論の際に、そのような企業の反応も参考にいただければと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

○村上委員 前回、私がお話したことを取り上げていただいておりますので、趣旨のようなことについて、もう少し補足させていただきたいと思います。

今、高山委員がおっしゃったようなことにつきましては、私は10年ぐらい前、運用機関におりました折に議決権ガイドラインだとか議決権行使の問題を、自ら担当してやっていた時期がありましたので、当時は割と肌身で企業側の変化というのを感じておりました。それから10年経ってみまして、本当にそれが企業の経営効率の向上とか、どのくらいのことに結びついているのだろうかと考えてしまうのです。企業というのが「価値創造」を担う存在として、結局その価値を創造するということが、そして企業価値が向上することには、逆に考えればいろいろな組織の持ち方だとか手段とかがあっていいはずであって、最終的に期待するようなEPSなりROEなりを上げてもらえばいいのではないだろうか。そうすれば、きちんと株式投資のリターンもついてくるはずであるということです。そこが、かえって「形式基準」に非常に労力を使う方向に流れているのではないのでしょうか。そこが、プランスポンサーのほうも受託機関のほうも労力を使ってしまっているのではないかと思います。言ってみれば、このように企業側が投資家側の行動・反応を意識するようになったことについては、それを第1ステージとして考えるとかなり進んだと思いますので、次のステージとしては、やはり最終目的である企業価値の向上、ここがメッセージとしてきちんと伝わらなければ意味がないのではないかと、そのように思うところなのです。

それからもちろん、もう一つの問題として内部管理という点については、そのようなところが非常におろそかな企業はまた負のリターンとして投資家にリスクをもたらす可能性を持って

いますので、その点については見ていかなければならないと思います。ですが、結局はいろいろな企業が期待したリターンをもたらすことが重要であり、その点は経営効率を高めるとか、そのような（組織）形態になっているかの点がきちんと説明できるのであれば、あまり取締役会の構成やあるいは退職慰労金の水準のことだとか、そこのところは大きな問題ではないのではないだろうかと、最近思うようになってきておりました、前回のような発言をさせていただいたのです。

○若杉座長 私も若干社外役員として会社の中を見ているのですが、この間、機関投資家が積極的に議決権行使をするようになったので、株主の声を聞こうという、そういう姿勢は企業の中に出てきたわけですが、それをきちんと利益を追求するマネジメントシステムに結びつけようとか、同じことですがけれども従業員や自らに対するインセンティブシステムに結びつけようと、今、村上委員が言われた内部管理とか、そういうことにはまだなっていないのですよね。ですから形式的に整えているだけです。これからやっぱり大事なことは、実質を、経営をそういうきちんと株主利益を追求するような経営にしてもらうことが大事なので、そのようにこれから持っていくことが必要だと思うんですね。それには単独でみんな行動していても効果がないので、やはり大きな機関投資家がきちんと力を合わせるということが重要なのですが、そこがGPIFなんか非常に消極的なので大変困ったことなんですよね。なかなか会社のほうも気は使っているのですけれども、コンサバティブな株主からちゃんと安定的な賛成をもらっておけば何とかなるという、そういうことになっちゃっているわけですよね。ですから、ようやく声を聞いてもらえるようになったので、今度その中身をどうやって相手を、企業を動かせるようになるかということがすごく大事だと思うんですね。

○村上委員 それからもう一つは、期待リターンの前提として置かれている数値というのが単なる期待とか、願望ということではなくて、何かそれに向けて行動しなければならないメルクマールなのではないだろうかというのが一方ではあるのです。その数値がこの年金制度が成り立っていく前提になっているのだと思うんですね。これでないと年金制度が成り立たないという前提、数値というのは（メッセージとして世の中に）示しておく必要があるのではないだろうか、というのがもう一つの考え方としてあるのです。

○千田委員 今、まさに村上委員がおっしゃったように、議決権行使については企業に対して企業価値向上のための手段の一つとしてある程度のところまでは有効に機能してきたのではないかと、企業の立場でも感じております。

一点、定量評価をどこまで求めるかということに関してですが、先ほど企業年金連合会がR

OE10%を外されたというお話もございました。数値的にどれだけ意味があるかということをお考えますと、例えば国際会計基準（IFRS）への移行などにより自己資本に影響が出て、実質的に変化がないにもかかわらず、ROEの数値が増減するなど、テクニカルな話になりかねない懸念もございます。むしろ実質的なところを投資家として求めていくという方向性がよろしいのではと思います。

○若杉座長 特にROEだとレバレッジの影響を受けたりして難しいですね。だからその辺、そういう数値でいくのか、経営者に対する報酬制度がきちんとインセンティブがきくような報酬制度になっているとか、そういうことも重要ではないかなという気がしますね。

○金崎委員 結構、企業価値を上げろと言われても、どうしたら上がるかというのがわからない経営者もいっぱいいると思うのですよね。その辺のところも啓蒙していくような活動というのはやはり我々ですかね、きちんとやっていかないといけないんだろうなと思います。

○若杉座長 株主がやらなきゃいけないと思いますけれども。

○金崎委員 株主はわからないと思いますね。

○若杉座長 だからそう言っていたら始まらないので。

○金崎委員 ちょっと全然……。感想ですけれども。

○若杉座長 時間の関係もありますのでここまでにして、じゃあ次の議題に移りたいと思います。

新興国株式投資についてです。これも事務局からご説明お願いいたします。

○林課長 それでは、新興国株式への新規投資及びプロダクトの公募につきまして資料の3でご説明いたします。

1 ページをご覧ください。

新興国株式への新規投資につきましては、平成21年12月に開催いたしました第25回の当研究会におきまして、委員の皆様から了承を得ておりますが、ここで前回の研究会での報告内容につきまして直近の数字に置きかえたものでご説明をいたします。

1 が、新興国株式への投資の魅力というところでお示ししてございますが、グラフは世界のGDPの構成比率を示したものでございます。1990年代の半ばから新興国の割合が増えてきておりまして、2010年には39.1%になっております。2016年の予想では43%台後半の予測がされております。

2 ページをお開きください。

上のグラフは、株式市場の時価総額における新興国の構成比率でございます。ここ数年で2

倍以上に増加しております、現在では13%を超える数字となっております。

下のグラフは、海外先進国の株式と新興国の株式のリターンを比較したものでございます。黄色が先進国でございます。緑が新興国になっております。収益率を年度で比べますと、下の赤い四角で囲っております年度が新興国のほうが上回っている年度となっております、多くの年度で新興国が上回っている状況でございます。

3ページをお開きください。

次に、新興国株式の標準偏差を示しておりますが、これも黄色が先進国で緑が新興国になっております。新興国の標準偏差のほうが恒常的に上回っている状況でございます。

最後に、今後の方針でございますが、現時点での外国株式の投資対象としましては、外国株式ベンチマーク、MSCI Kokusaiを構成する国の企業が発行する株式になっておりまして、新興国株式への投資は行っておりません。

今後は、世界経済の成長を幅広く取り込むということから、新興国への投資を始める旨を、また、リスク管理には留意する旨のご説明をさせていただきました。以上が前回の研究会での報告内容でございます。

4ページをお開きください。

ここでは、研究会での委員の発言要旨ということで、いただいたご意見を4点ほど記載しております。

1点目は、投資についての賛成意見と、投資に当たってはマネジャーベンチマークを決める必要があること、2点目は、リスク管理の方法につきましては、今の政策ベンチマークを含めて考える必要があること、3点目は、運用方法についてアクティブ運用はコストが高いということから、パッシブ運用についても検討をすること、4点目は、先進国株式は効率的であり、パッシブ運用でよいと思うが、新興国株式の場合はパッシブ運用でいいとは言えないというようなご意見をいただいております。

全体のまとめでは、投資をすることにつきましては委員全員の賛成をいただいております。また、ベンチマーク等につきましては検討の上、投資をするということとなっております。

5ページをお開きください。

今後の方針でございますが、前回の議論を踏まえまして、外国株式の政策ベンチマークにつきましては、今回の投資が地共連にとって新しい取り組みでもありますことから、当初は外国株式の政策ベンチマークは変更せずに、現行の基本ポートフォリオに大きな影響を与えない程度の規模で開始し、その状況を見極めていきたいと考えております。

今後、さらに投資規模の拡大を検討する際には、外国株式の政策ベンチマークをどうするのか、どの程度投資するのが適切なのかも含めて検討していきたいと考えております。

6ページをお開きください。

新興国株式プロダクトのマネジャーベンチマークにつきましては、政策ベンチマークはMSCI Kokusaiでありますことから、マネジャーベンチマークをMSCI Kokusaiとする一部新興国株式に投資を行うプロダクトを通じて投資することも考えられますが、今回はマネジャーベンチマークをMSCI Emergingとする新興国株式に特化したプロダクトを通じて投資したいと考えております。

理由といたしましては3点ほどございますが、1点目は、新興国経済の成長を幅広く取り組むという収益機会の拡大の観点から、MSCI Emergingのリターンを取りに行くことが最適であると考えていること、2点目は、マネジャーベンチマークをMSCI Emergingとした場合、新興国株式市場に対する超過リターン等の獲得の有無など投資成果の確認がしやすいこと、3点目は、マネジャーベンチマークをMSCI Emergingとする新興国株式特化型のプロダクトのほうがプロダクトの数も多く、また、運用実績も長いことから、優秀なプロダクトを採用できる可能性があると考えするという3点でございます。

7ページをお開きください。

アクティブ・パッシブの運用方法の採用でございます。新興国株式特化型アクティブの超過収益で見ますと、上段の表の右にあります過去3年、5年の中長期の超過収益は、中央値ではマイナス、平均値ではプラスになっておりますが、判断材料が十分でないことから、現時点では運用方法を決めずにアクティブ、パッシブの両方を公募し、定量・定性評価を行った上で、より適切なファンドを採用したいと考えております。

8ページをご覧ください。

投資規模でございますが、前述のとおり、マネジャーベンチマークをMSCI Emergingとした場合、政策ベンチマークでありますMSCI Kokusaiとの乖離リスクが生じることとなりますが、これはマネジャーに与えるリスクでなく、地共連自身が意図して取りに行くリスクであると考えております。

この乖離リスクにつきましては、マネジャーが取っているリスクであります外国株式全体の実績トラッキングエラーを十分下回る水準となるよう、投資規模としては外国株式全体の5%以内とし、初めての投資でもありますことから、その範囲で慎重に開始したいと考えております。

具体の乖離リスクにつきましては、中段括弧書きにあります。投資規模を外国株式全体の5%とした場合の乖離リスクは0.69%となっておりまして、外国株式全体の実績トラッキングエラーの1.04%を下回っております。

なお、外国株式全体に占める新興国株式の投資割合及び乖離リスクの管理につきましては、定期的に管理していきたいというふうに考えております。

9ページをお開きください。

最後に、今後の予定でございますが、プロダクトの候補を本年7月の下旬から行い、決定を12月に。設定につきましては24年1月以降をめどに考えているところでございます。

以上で、資料説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことで、新興国をやるということは既にここでオーケーが出ていたわけですが、具体的にやるに当たってどういう方針でやるかということで、ベンチマークだけは決めておくけれども、アクティブとかパッシブはやってみなきゃわからないのでやってみようということで、規模も5%を限度だということで、実際には最初から5%ということはないと思いますけれども、そういうことでございます。

○千田委員 エマージング投資に関しまして、既に議論し尽されているということかと思いますが、ここでもう一度改めて、投資の目的を明確にされた方がよろしいのではという印象を持ちました。先ほど説明されましたように、現在の基本ポートフォリオは、日本株14%、外株11%、外債10%という構成比率になっており、今回、外株の内枠として投資されるということですね。なぜこのようなことを申し上げるかということ、2002年以降、海外の投資家が日本株を積極的に投資した際に日本株の上昇をもたらした時期もあったわけですが、それは日本という国に対して魅力を感じて海外投資家が投資したというよりはむしろ、中国などのエマージング地域へ積極的に事業投資を行っている日本企業を評価してという側面があったかと思います。

実際に例えば製造業なども海外で3、4割まで売上を計上されている企業も少なくない状況の中で、今現在、基本ポートフォリオの日本株の枠内で投資されている日本企業の中で、実質的には実はエマージング投資になっていることもあるかと思います。そのあたりの整理もされてはいかがでしょうか。

国境が意味をなさなくなる、ボーダーレスの状況下で、投資における国別配分の考え方を長期的には、整理していく必要があると思っています。ベンチマークについても、例えばMSCI-KokusaiとAll Countryのどちらが適切かとか、その点も含めて将来的な方向性も見据えて検討

すべきではないでしょうか。

さらに、エマージングの株式という点ですが、エマージングという領域に非常に魅力を感じて投資されるということであれば、国債や政府機関債などのエマージング債券という選択肢も存在し得ますが、今なぜエマージング債券ではなくてエマージング株式かという点の整理も必要かと思います。

繰り返しになりますが、リスク資産への投資を開始する際にはその目的を明確にすることが非常に重要であると思っています。目的が明確であれば、その後の市場変遷とともに将来的にその目的を仮に果せなくなった時点で投資そのものを検討する必要性が生じてくるわけです。きちんとリターンをとっていくためには、投資を開始するタイミングと同様投資をやめるタイミングも重要と思っています。

それからもう一つ、細かい点でございますが、先ほど運用手法については、アクティブ・パッシブ両方で幅広くという話がありました。パッシブを否定するわけではないですが、特にエマージングのような領域でパッシブというのはちょっと論理的に若干矛盾しているような感覚を持っております。情報の効率性という観点からも、銘柄ピックアップで付加価値をつけていく、バリューバイアスをかけていくのが適切と考えられる市場の中でのパッシブ運用は果たして割高にならないか。フィーは相対的には軽減できるメリットはあるかもしれませんが、今後、マネジャー選択に入られる中で冷静に見極めていただきたいと思います。

○若杉座長 平成21年ですからもう3年ぐらい前に議論したんですが、今、千田委員が議論をし尽して決めたんでしようとおっしゃって、皮肉じゃないと思うんですけども、必ずしも今おっしゃったようなことは議論に出たわけじゃないので、でも大事なことです。これからフォローしながら。ただ、いつまでも待っていても始まらないので、少し始めることは大事だと思うんですが、今、千田委員がおっしゃってくださったようなことを少しそちら事務局で整理しておいてください。

○林課長 はい、わかりました。

○浅野委員 エマージングに投資することについて皆さん賛成されましたが、その目的は何かということになると、私は今の千田委員とは少し違った考えを持っています。エマージング投資の目的は何か、その目的が達せなくなったらやめるというような、タイミングを図って投資するのではなくて、私は、エマージングも投資のユニバースとして認識したのであり、したがって今後も継続的に投資していくということだと思います。ですから当然、基本ポートフォリオを策定するときの外国株もエマージングを含んだMSCI ACWI、Ex. Japan をつけるかどうか

かはともかく、とにかくエマージングを含めた指数を使うのが本来だと思います。

ただ、当面は限定されているということでMSCI Kokusaiの指数をそのまま使われるということですが、その場合、本来、ユニバース上もっと投資してもいいはずのものが非常に限定されたものになってしまうことになりはしないか。特に実際、運用方法として最後のほうで提示されています従来のMSCI Kokusaiからのアクティブリスクというかトラッキングエラーの範囲内でしかおやりにならないということだと、せっかくエマージングをやるのにMSCI Kokusaiというインデックスにしばられてしまってほとんどできないということになってしまうのではないのでしょうか。これでは何をやっているのかわからないと思います。今必要なのはMSCI Kokusaiから乖離するリスクを抑えるのではなくて、今の基本ポートフォリオ上はMSCI Kokusaiを使っているからそれから乖離せざるを得ないのですが、その乖離は当連合会が判断して行なっているわけだから、それはどれぐらいの乖離になっていて、それに対して期待リターンが上がっているかどうかということを引きちと管理するという、ウォッチするということです。その乖離を抑えるということではないと思います。

○若杉座長 マーケットが十分大きくなっているので分散投資をするということで、分散しながらリスクを分散し、また成長からリターンをとっていきこうという、それはもうたしかなわけで、ただリスクが大きいということを千田委員が指摘されたんだと思うんですけども、兼ね合いを見ながらやっていきこうということだと思うんですが、運用のベンチマークはエマージングなんですね、MSCIのエマージング。

○林課長 そうです。

○若杉座長 そのときの評価としてKokusaiと比べながらやっていくと。

○浅野委員 そうではなくて、8ページに書いてありますように、第2段落目ですけれども、「この乖離リスクがマネジャーがとっているリスクである外国株式全体の実績トラッキングエラーを十分に下回る水準になるよう新興国株式への投資規模は外国株式全体の5%以内とし」というところですが、これは余分な制約だと思うということです。

○若杉座長 だからハイリスク、ハイリターンなんだからこんなの縛られる必要はないだろうと、そういうこと。

○浅野委員 基本ポートフォリオはMSCI Kokusaiをベンチマークにして作成して、エマージングをベンチマークにしてマネジャーにマニデートを与えるという場合、MSCI Kokusaiとエマージングとの差というのは、ある意味では基本ポートフォリオのときに考えていたのとは違うリスクということになるわけです。しかし、そのリスクは避けたいといけないものではないわけ

です。エマージングを含めてやる場合、本来だったらエマージングを含めたインデックスということでMSCI ACWIを使うべきですが、そうしないで、無理にここで書いてあるようにリスクを下げるようなことをしてはエマージングをやるなということになってしまうので、これはおかしいと、こんなの外すべきだと私は言っているのです。ただ、MSCI Kokusaiで基本ポートフォリオを組んだのだからそれと違うことをやっているの、そのリスクは十分に認識して把握しておく必要があるという、こういうことなのです。

○若杉座長 これは、エマージングで取るリスクの総量を決めておこうと言っているだけですね。そういうことから5%にしようと言っているだけであって、エマージングのほうがリスクが大きいからとか、そういう話じゃないですよ。

○浅野委員 そうではなくて、乖離リスクが出るわけですが、それを今までの外国株式全体の実績トラッキングエラー以内におさめようということは無理な話だと、意味がない話だということを行っているのです。

○吉添課長 先ほどの話ですが、これまでの実績トラッキングエラーと比べて下回るというのは余り意味がないんじゃないかということについて、コンサルにも相談してペーパーをつくっていますけれども、コンサルとも相談した中で、余り理論的に意味がないということはおっしゃるとおりかなと考えております。ただ基本ポートフォリオと乖離させるということもあって余り乖離が大き過ぎるのはまずいだろうということで、こういう、論文とかで言っている人もいたので、とりあえずこれは上限としておきましょう。これを余り超えていくのであれば、むしろ基本ポートフォリオのほうを直していくべきかなということで、とりあえず上限を設けたということでございます。すぐにこの上限まで行くつもりも今のところありませんし、とりあえずこのぐらいにしておいて、どんどん大きくなっていくのであれば基本ポートフォリオのベンチマークのほうで変えていくのかなというふうに考えているところでございます。

○浅野委員 私はむしろこれを超えるぐらいにちゃんとやってほしいと思います。

○吉添課長 将来的にはですね。少し小さいところから始めますけれども、将来的には。

○浅野委員 ここでこういう縛りを入れるのは好ましくないというふうに考えます。

○河野理事長 本格的にエマージング投資をやっていくということになると、浅野先生おっしゃるような考えでやっていくことだろうと思うんですけれども、先ほどちょっと事務局からも説明しましたように、現在のポートフォリオというのは、基本的にエマージング投資を前提としない中で、我々も言ってみれば若干遅ればせながら始めていこうかなということでありますので、当面ある程度量的なものも考えながら現行ポートフォリオの基本的なところには影響

を与えないような範囲で、量的制約、一定の範囲で制約を課した上で、ある種我々としても新しいことに取り組むわけでありますので、一定の試験的な取り組みということでもありますので、よく一定の量的な制約の中でしっかり運用に熟達していくという期間も必要だと思いますので、そういう意味で余り最初から大々的にはやらずに、いろいろなメリットもあればもちろんデメリットもあるわけでありますので、そういうことをよく熟達をしながら、今後、それを踏まえてさらに拡大をしていく際には基本ポートフォリオをどうするかということも含めて、ここはしっかり検討していかなきゃいけないのかなということでございます。

○浅野委員 もう少しテクニカルなことで説明したいと思いますが、基本ポートフォリオをKokusaiからACWIにすることでどれだけリスクが増えるかといったらほとんど増えません。多分、少し増えるぐらいでしょう。

ところが、MSCI Kokusaiとこのエマージングのトラッキングエラーということになると、これは非常に大きな数字になってしまいます。これは計算上の問題にすぎませんが、そのリスクを従来の外国株のアクティブ運用のリスクの範囲内におさめるということは、無理な話なのです。それを、こういう制約を入れてしまったのでは、エマージング投資をやるなということにほとんど等しいわけです。だからそんなことはやめてほしいということを私は申し上げているのです。

それとまだ練習だからとかいう考え方は適切ではないと思います。我々はリアルマネーを投資しようとしているわけですから、練習ということはありませんし、逆にある程度の意味を持つぐらいの範囲に早急に持っていかなければやる意味はないと思います。

○若杉座長 例えば公的年金の運用だって10何年か前に始めたわけですがけれども、市場運用をやったり最初はわからないことがいっぱいあるわけですよ。いろいろ運用していったんだんだいろいろなことを覚えてきているわけで、それで今の状態にあるわけで、そういう意味で言ったら最初はやっぱり学ぶことがいっぱいあるので、そういう意味で練習と言っているのです、プロフェッショナルじゃないなんて言っているんじゃないですよ。プロフェッショナルとして勉強していきたいと言っているわけですよ。

○浅野委員 もうそれほど勉強することはないのではないのでしょうか。マネジャーを選ぶだけではないのでしょうか。

○若杉座長 自分たちとして初めてやるんだから知らないことがいっぱいあるわけですよ、それは。やってみなきゃわからないことがいっぱいあるわけですよ。

○浅野委員 そんなにないと思いますが。リアルのお金を投じるわけだし、実際、運用するの

は自分ではなくて専門家を雇うわけですね。専門家、それを評価するという問題がそんなに経験を積まないといけないというほどではないし、既にそういうことは外国株式でも国内株式でもやっているわけですから、そうした経験を生かせばよいのではないのでしょうか。そんなちょっとだけやるとか練習だからというような、そういうようなことは全くないのではないか。そんなことやる必要はないし、そんなことでは非常に心もとないと言わざるを得ないと思います。

○若杉座長 とにかく5%を合理化するためにこの説明をつけたと思うんですけども、それはないほうが良いということでしょう。

○浅野委員 そうです。

○若杉座長 だからそれはなくてもいいじゃない。

○吉添課長 わかりました。先ほども言ったとおり、ちょっとこの数字で区切るというのは理論的にどうかという話ももともとあったところでございますので、これを上限というのはやめて、ただ一遍に例えば15%とか市場動向に合わせてとか、それはちょっと難しいんですね。少しずつ始めていくということにしまして、このトラッキングエラーの関係で上限が5%だとか、そういう説明はしないようにしたいと思います。

○若杉座長 それはそうだと思います、私も。

○河野理事長 我々も当面、短期間で数千億とかそういう規模では現在のところ考えておりませんし、それからこの研究会も年に何回か開かせていただいていますので、当面、我々はこの5%という数字にとらわれるかどうかは別にしても、やっぱり最初、ある程度の小さい規模でいろいろな経験を積みながら始めたいと思っていて、できるだけ魅力的なものであることを願って拡大していければもちろんいいんですけれども、研究会そのものも何年に1回ということではなくて年に数回開かせていただくことになると思いますので、それまでまたよく今後の運用についてはご相談し、ご指導いただきながらこれは取り組んでいきたいと思いません。

○若杉座長 いずれにしてもこれからプロダクトの公募をするわけで、いろいろなプロポーザルも出てくるわけだし、そういうことで何かあったらまたこの研究会を開くとか、あるいは委員のほうに相談するとか、そういうことで徐々にやっていってください。

○村上委員 先ほど千田委員もおっしゃいましたように、企業というのは国境のない存在に次第になりつつあると思いますので、国で区切るというのはおかしいと思います。ですから、これはやはり外国株式のリスク・リターン効率を上げるための投資範囲の拡大というような捉え

方でやっていったほうがいいのだと思うのですね。それでゆくゆくは、やはり広いベンチマークをにらんで投資を行なっていくということになっていくのだと思います。それが一点です。

もう一つの点は、先ほどの資料の7ページのグラフなのですが、アクティブ・ファンドのパフォーマンスの分布の過去1年、3年、5年を見ると、どれもそうなのですが、中央値のほうが平均値よりも低い結果になっているのです。ということは、真ん中のマネジャーのリターンはマイナスであるのに平均値はそれより上がっているということは、(市場ベンチマークに)勝っているマネジャーのほうが結構少ないというように読み取れるわけですね。どのような年限をとってもそうです。ですから、普通に五分五分として選んだらリターンがマイナスになるということ、ランダムに選んだらそうなるのですね。そうすると、いいマネジャーだけを本当に選ぶことができる能力、すなわち超過収益の普遍性だとかを見分けることができるマネジャーかどうかというのをまた見分ける能力というのが、これは逆にプランスポンサーの方に求められるのだと思うのです。その辺のマネジャー・セレクションのプロセス、方法論というのはしっかりとさせてやる必要があるのではないかと思います。

○浅野委員 この図を見ると、どう見ても棒グラフの真ん中、すなわち中央値は、ゼロより下にはないように見えるのですが。2008年度は下になっているようですが、ほかは大体真ん中より上に来ているのに、何でこんなになるのか、不思議ですね。平均も中央値もゼロより上になるのではないのでしょうか。どう見たって私にはそうしか見えませんが、目が悪いのかな。

○若杉座長 ウェイトがついている。

○金崎委員 継続してずっと上回っているわけじゃないんじゃないですか。だから5年間多分ならしちゃうとこんな感じになっちゃうのかな。

○村上委員 そうすると、これはすごく難しいマネジャー・セレクションだということですよ。

○浅野委員 過去5年というのがどういう数字かよくわかりませんが。

○村上委員 だから普通にやったら負ける確率のほうがずっと高いわけですね、パッシブに運用した場合と比べて。

○浅野委員 それからも一つ、パッシブでも先進国のパッシブと違ってかなりコストがかかるし、やり方も全銘柄買うというわけにはいかないのです、そうしたパッシブのコストとの兼ね合いでやはりアクティブも考えないといけないのではないかと思います。それを1つ追加の注文としてお願いします。

○若杉座長 そういうことを含めて7ページの下のほうがあるんですね、アクティブとかパッシブとか予見を持たないでと。そんなような説明になっていると。

○横井主査 そうですね、こちらに関しましては実際に詳細なデータを我々ちょっと持ち合わせていないということもございます。今、浅野先生からご指摘がございましたパッシブの運用に関しましても、新興国の場合はカストディ・フィーとか配当課税、こういったものでアンダーパフォームしてしまう要因が大きいということも聞いておりますので、その点も踏まえて定量面を分析した上で、村上先生がおっしゃったような定性面ですね、こちらも重視しながら適切に採用していきたいと考えております。

○若杉座長 そういうことで、いろいろご意見ありました。じゃあそういうことをきちんと考慮に入れてやっていただければと思います。

あと社会的責任ですけれども、今日やったほうがいいですか。ちょっとだけでもやりますか。

○吉添課長 これは報告だけですので、それでは簡単に説明させていただきます。

S R I 社会的責任投資ファンドについて、資料4ですけれども、これは報告のみです。これは平成20年12月の研究会で報告をした内容が1番の(1)に書いてありますけれども、S R I の導入について資料として出させていただいたものです。

3段落目ぐらいにあります。E S Gに基づくS R Iを導入することについては、「投資収益確保の観点」、「公的年金の社会的責任の観点」からも価値があると考えられるということを書いております。

あと1ページ目の下から2番目の段落の最後のほうで、現状では大きな金額規模での運用は難しいと理解しているということも書いております。

最後の段落で、「社会的責任の定義や範囲を明確にしておくこと」が望ましいということ、また「内容については検討」を行うということを書いております。

2ページ目をご覧ください。

実際の投資行動を行う際には、「限定的な知見や運用規模の制限問題からも、比較的少額の投資から始め、並行して検証を進めていくやり方が望ましいと考えられる」ということで報告したところです。

その後、研究会での委員の発言がいろいろとありました。1つが「社会的責任をどう考えるか、定義づけをきちんと決める」べきではないかという話、あと「実証研究結果は欧米でも判断がわかれているので、「リターンの可能性を判断するのはどうか」と。「収益性よりもむしろ責任の意味合いが重要なのではないか」と。やるのであれば責任の意味合いではないかと

というようなご意見もありました。あと3つ目、4つ目は世界全体の潮流でもあるし意義深いのではないかというようなご意見でした。

このような議論を踏まえまして3ページですけれども、ファンドを100億円で設定しまして開始したところです。このSRIを始めた背景として、このように説明をしております。

1つ目の○で、「総合収益の確保」が目的ですと。「社会的責任投資が他の投資手法と比較して高い収益をもたらすか」どうかということには諸説あるのですが、「この目的を達成するため、さまざまな投資手法の一つとして」、例えば国内株でいきますと市場型とかバリューとかグロースとか、クオンツとかいろいろやっていますけれども、さまざまな投資手法の一つとしてやってみると。あと「社会的責任投資の意義も踏まえて」やってみるという説明をしているところです。

それで2つ目の○ですけれども、「総合収益の確保に加えて、よりよい社会の実現に寄与できれば」と言っています。

ポートフォリオの構築方法ですけれども、ステップ1が「候補となる企業の選定」で、これは金融機関ではなくて調査機関に金融機関からお願いしてやってもらうということですが、約2,000社を対象にして「環境的責任制」、「社会的責任」、「法的責任」の3点からレーティングを付与します。それで300銘柄ぐらいのユニバースができるのですけれども、ステップ2で、その中から信用懸念銘柄を排除して、結果として300銘柄ぐらいのユニバースができます。ステップ3でユニバースからポートフォリオを構築して実際に投資するというファンドです。それに今100億円だけ投資を始めたという報告です。

以上でございます。

○若杉座長 そういうことで、これもまだ始めてみたというところですが、だからこれも本当に何をねらってやるかということは重要なことですよ、目的は何かということ。

○浅野委員 その点について少しコメントがあります。目的としてレスポンシビリティのほうに重点を置いて投資するのと、リターンとかアクティブ運用の一種として投資するのとあるわけですが、どちらかというと後者でやられているのですね。そういう場合、果たして社会的責任投資とか、そういう銘柄がリターンが高いのかどうか疑問だし、あるいはそういう運用をするファンドマネジャーをアクティブマネジャーとして評価するとき、普通のアクティブマネジャーより高い能力を持っているかどうかについても疑問です。そういうわけでアクティブ運用の一種として位置づけるのはどうかなと思います。むしろレスポンシビリティという観点でこれはやりますということでもいいのではないのでしょうか。例えば環境問題に対し

で配慮している企業は外部経済効果があるのだが、それが十分反映されていないので、我々はそれに対して支援するために企業に投資すると考える。それで少しぐらいリスク・リターンが悪くなってもこれは仕方がないというわけです。そういうものとして投資しますということでよろしいのではないかと思います。ただし、その場合は当然、実際投資する銘柄が環境面で十分に評価ができる企業かどうかをむしろウォッチするべきだということになります。基本的な目的が何かずれているのではないかなという感じを抱いております。

○若杉座長 私は社会的責任の概念をきちんとしないと話にならないという意見なのですが、社会的責任を果たしていない企業なんて存在しているんですかね。そんなものが許されるんですかね。みんな定義によるわけで、環境を大事にするというのは社会的責任なのか社会的貢献なのかわからないけれども、その辺から本当は議論しないと始まらないと思うんですね。

○浅野委員 ただ、外部経済があるとか、それが十分反映されていないとか、あるいは規制が十分そこまでいっていないから、それに対して積極的に規制以上のことをやっている企業を評価しましょうということは十分あり得ると思います。私はそういう意味での社会的責任投資であればむしろ賛成です。けれども、これでリターンを狙いますというのはどこかおかしいと言わざるを得ません。そんなの賛成できません。社会的責任とか環境とか言っている人がそんなに銘柄選択がうまいわけではないとむしろ思います。

○若杉座長 もう時間がないけれども、だからといって社会的責任を果たしていると思うところに地共連が投資したからといって本当にそれを助けることになるのかどうかという効果論の問題もあると思うんですね。だから別の方法がもっとあるかもしれないわけでしょう、株式投資でもっとやらないとね。だからそういう意味でとにかくやってみているわけですが、少しまた考えながら、どのようにするかということをよく考えなきゃいけないと思います。

○吉添課長 100億円の投資は始めておりますけれども、やりながらいろいろと。まだ多くのSRIファンドがあるわけではない中で、現在あるSRIファンドの中から選んだということで、定義づけも我々としてもきちっとできているわけでもありませんし、いろいろなご意見を踏まえながらまた今後考えていきたいと思っております。

○若杉座長 ぜひ適正な運営よろしくお願ひいたします。

いろいろご意見出たことをぜひ事務局は生かしていただければと思います。

それでは、第2回の資金運用基本問題研究会を終了いたします。ご協力ありがとうございました。

午後0時01分 閉会